



中国上市公司 境外区位投资

齐 锋 ◎ 著

 中国金融出版社

中国上市公司境外区位投资

齐 锋 著



中国金融出版社

责任编辑：张智慧 赵晨子

责任校对：孙蕊

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司境外区位投资 (Zhongguo Shangshi Gongsi Jingwai Quwei Touzi) / 齐锋著. —北京：中国金融出版社，2014. 11

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7227 - 9

I. ①中… II. ①齐… III. ①上市公司—对外投资—研究—中国
IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 286971 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 [http: //www. chinafph. com](http://www.chinafph.com)

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 11

字数 134 千

版次 2014 年 11 月第 1 版

印次 2014 年 11 月第 1 次印刷

定价 35.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7227 - 9/F. 6787

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

序 言

实现中华民族的伟大复兴离不开中国公司的共同努力。在开放经济环境下，成为具有国际竞争力的世界一流企业，是中国公司矢志追寻的梦想。梦在前方，路在脚下。境外投资是一项重要的战略决策，不局限于国内资源，而是集成和整合国际资源，转移低附加值产业，引进高附加值产业，以实现产业的快速转型升级。

《论语》讲：“工欲善其事，必先利其器。”三十多年的改革开放促使一批中国公司迅速成长为世界 500 强，积蓄了到境外开疆拓土的实力。但境外投资环境错综复杂，如何全面把握，仍然是摆在中国公司决策者面前的一个难题。既然中国公司决定远航，就要做足功课，全力以赴进行探索，做好全球化战略和战术上的部署。我们审视国际投资理论界，发现主流研究范式以发达国家跨国公司作为研究对象，新兴经济体跨国公司的行动既缺乏系统的理论指导，更缺乏翔实数据的检验。

中国跨国公司诞生的经济环境有所不同。传统上，一家跨国公司在成长初期，可以首先占领国内市场，然后以商品和服务贸易的形式逐步进入国际市场，积累国际化经验，最后参与到国际投资竞争中。而在当今世界激烈的竞争格局下，资本、技术、人才等资源跨境流动频繁，中国公司事实上早已身处全球产业链布局中。要掌握产业的国际定价权，不可能固守一地发展，参与国际投资竞争的缓冲期正越缩越短，很难循序渐进地推进国际化。

中国跨国公司诞生的制度环境有所不同。北美和欧洲由于历史渊源，两地的跨国公司相互进入比较容易，但中国公司要进入却很难。2008 年美国次贷危机和 2010 年欧洲债务危机使中国公司抓住了短暂的机会，但

发达国家的重要战略资产并未完全开放。一些中国公司常把国际化程度较高的中国香港地区作为对外投资平台，通过在香港证券市场发行上市，使虚拟金融层面和实体经济层面的资本运作相得益彰，拓展在亚洲的发展。但中国公司要想走得更远、飞得更高，需要找到亚洲以外更远、更大的平台。

中国跨国公司的成长离不开政府支持。我国正在构造对外交往的全新利益格局，以开放促改革，促进要素有序自由流动、资源高效配置和市场深度融合。政府的重要举措包括对外签订多边投资协定，合纵连横，多方优势互补，以及同多数国家和地区签订双边投资协定，保护中国跨国公司的产权并保障投资待遇。我国正在成为资本净输出国，开始在投资输出方面扮演重要角色。今日局面来之不易，中国公司迎来了境外扩张提速期。

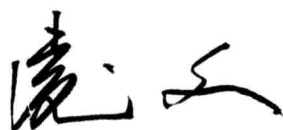
中国公司境外投资与人民币国际化战略息息相关，后者的进程已经明显加快，跨境人民币资本交易规模在逐步扩大。在以美元为主导的国际货币体系下，中国公司的境外交易承担着大量的汇率风险，如果在美元贬值时，大量借入了美元贷款，等到美元升值时，还款的压力将会陡增。借着人民币国际化的东风，中国跨国公司将乘风破浪，在境外的部分投资项目将逐步使用人民币资金，有效降低汇率风险，有利于境外的投资兴业。

《中国上市公司境外区位投资》一书围绕折衷理论和组织社会学制度理论，将宏观层面和微观层面的因素，经济领域和制度领域的因素通盘考虑，深入研究中国上市公司的境外区位投资问题，具有重要的理论意义和实用价值。鉴于制度理论强大的解释力，将制度理论引入折衷理论框架，是国际投资研究的重要趋势，但是理论整合工作异常复杂，难度很大。本书将两种理论综合研究，在研究的整体构思和设计上，把握得恰到好处。

从两个数据可以看出本书研究工作的质量。一是本书梳理了现有的

研究成果，总共参考中外文献 280 篇，经济学科和管理学科的权威期刊大都包含在内，相关经典文献悉数囊括，反映了作者严谨的治学态度和扎实的理论功底；二是本书的研究样本选取了 406 个，境外投资数据全部来源于中国上市公司年报，数据翔实可靠，研究规范而熟练，显示出作者优良的方法论素养。

读万卷书，行万里路。齐锋博士一直勤于思考、善于创新，不断积累投资经验，对金融领域有着比较全面的认识和深刻的理解。他在获得英国牛津大学的奖学金读完硕士学位后，又申请到中国人民大学的奖学金，在我的指导下继续攻读博士学位。作为他的导师，我见证了他求学的艰辛，分享了他博士学位论文答辩通过后的喜悦。希望齐锋博士再接再厉，学以致用，将对理论的求索和对现实的关注结合起来，为中国公司的发展做出努力。



神华集团公司总经理
二〇一四年十一月

摘 要

中国跨国公司的崛起折射出大国的复兴。初生的中国跨国公司活力十足，在披荆斩棘中开启了国际化发展的新长征，但仍处于起步阶段，道路尚不清晰，能否挑选好东道国关系重大。与发达国家跨国公司相比，中国跨国公司属于后发型跨国公司，面临的外部环境发生了深刻变化。投资决策既要考虑许多传统的宏观经济因素，又要考虑更多的制度环境因素，最好还能同公司自身的情况相匹配，综合权衡利弊。因此，研究中国跨国公司的境外区位投资情况，审视当前在全球布局的进展，成为一个富有时代意义的课题。

区别于现有研究，本书专门选取中国公司中发展最先进的上市公司作为研究对象，旨在发现中国上市公司与发达国家跨国公司的决策差异，从而实现更快速地追赶，而中国上市公司与更广大的普通中国公司在投资上的不同之处也值得重视，以更有效地对待。本书的目的在于细分不同影响因素具体来源于哪一个层面，其作用归属于哪一种机制，明确不同机制、不同层面因素对上市公司境外区位投资的单独或共同影响作用。

通过文献回顾发现，与公司的实践同步，针对中国跨国公司的理论创新工作也是刚刚开始，目前没有一个理论能够全面解释中国跨国公司的区位投资情况。跨国公司研究的主流范式折衷理论考察了公司如何追求经济效率，却始终局限于经济学视角分析。而组织社会学制度理论强调制度环境对组织行为的约束，组织为了生存必须同时满足这些要求。从跨国公司进入东道国需要承担“外来性债务”来说，制度环境更多地表现为跨国公司面临的风险，公司只有在取得合法性后，才能够获得东道国制度上的保护。鉴于外部环境分为经济技术环境和社会制度环境，

再结合对公司内部的考虑，本书同时运用制度理论和折衷理论构建理论模型，对各假设关系逐一详细论述，建立起因素之间的结构性关系，提出本书研究的概念模型。

本书从中国沪深证券交易所 2005 ~ 2011 年总共 7 年的 A 股上市公司年报中，手动整理出期间发生的上市公司境外区位投资额。经过严格筛选，最终选择了 201 家上市公司在 48 个国家投资的 406 个境外单位，作为有效观测样本。利用多个数据库获取模型中包含的宏观或公司层面自变量的二手数据，对实证模型进行了检验，本书研究发现：

首先，与管制制度有关的东道国治理质量对上市公司区位投资有正向影响，表现出与发达国家跨国公司的倾向一致；与规范制度有关的两国间文化距离对上市公司区位投资有正向影响，上市公司投资前对国家文化风险普遍重视不够；与认知制度有关的两国间行政距离对上市公司区位投资有负向影响，表现出较为谨慎的投资风格。

其次，随着上市公司总规模的变大，东道国治理质量与上市公司境外区位投资的正向关系没有发生显著变化；在规范制度方面，中国跨国公司面对的文化风险都比较严重；而在认知制度方面，大型公司表现得更好一些。总的来说，大型公司面对的制度性风险并不比小型公司严重，而公司规模能够带来的经济效率优势明显。

再次，东道国较大的市场规模、较低的人力成本以及较多的资源储备，这些都对中国上市公司形成很强的投资吸引力。中国上市公司在整体上表现出较好的经济理性，对资源的寻求也与国内的现代化建设进程相一致。而东道国技术禀赋与上市公司境外区位投资为负向关系，中国公司进入发达国家购买先进技术仍然面临着很大障碍。

最后，相对于国有上市公司，东道国市场规模与非国有上市公司境外区位投资的正向关系更强，非国有上市公司在国内市场无法同国有上市公司相抗衡，转而开辟广阔的国外市场；东道国资源储备和人力成本分别与公司区位投资的关系都不会受到所有权性质的影响；国有比非国

有上市公司受到东道国更加严格的技术购买限制。

归纳起来，本书的研究创新点主要体现在以下三个方面：

第一，境外投资研究的整体趋势是从宏观走向微观，本书首次利用中国上市公司的区位投资额考察东道国影响因素。境外区位投资本身是由公司作出的战略决策，应该是从公司层面出发研究，但是现有文献基本上都是在国家层面研究，利用国家统计局得到的宏观对外投资数据。严格地说，这样得出的结论不能准确反映公司的投资情况。从以往研究中利用集合投资数据，发展到本书研究中利用公司个体投资数据，使相关研究向更加精细化、深入化的方向发展。

第二，针对中国跨国公司的理论创新需要从多视角探索，本书将跨国公司研究的主流范式折衷理论和组织社会学制度理论相结合，考察了制度因素和经济因素的单独或共同影响作用。折衷理论对中国跨国公司有一定解释力，但局限性表现在对制度因素直接作用的忽视，仅仅将其视为背景因素进行考虑。中国跨国公司面临的国内外制度差异较大，境外投资既要追求经济效率，实现自身经营目标，又要顾及制度环境，获取在东道国的合法性，寻求二者平衡成为区位投资决策的关键，本书为此提供了更充实的理论解释。

第三，本书证实了公司自身因素在区位投资中发挥的作用。东道国环境因素固然重要，但不应该忽视公司自身的因素。现有文献由于仅在国家层面研究，无法考察公司层面的影响因素，而本书的研究设计已经克服了这样的困难，模型中能够引入重要的公司层面变量——公司规模和公司所有权性质。更进一步地，本书阐述了宏观和微观两个层面因素的共同影响作用，讨论宏观制度因素和公司经济因素，以及宏观经济因素和公司制度因素的共同作用，拓展了上市公司境外区位投资的研究框架并提供了实证支持。

就管理实践而言，本书的研究结论有如下启示：

东道国管制制度是中国上市公司进入东道国市场面临的首要制度风

险，应当因时制宜、因势利导，提升应对管制风险的策略性技巧。

两国间文化距离是中国上市公司进入东道国市场面临的长期隐性风险，应当未雨绸缪、防患未然，在投资过程中体现对文化的重视。

公司规模在一定程度上是参与国际投资竞争的实力象征，带来的经济效率优势明显，大型集团化发展仍是中国跨国公司的适宜之策。

国有公司通过境外投资获取高新技术的阻力重重，应当确立自主创新思想，励精图治，在逐渐缩小技术差距中参与建立国际新秩序。

关键词：上市公司；区位投资；制度；经济效率

目 录

第一章 绪论	1
第一节 选题背景与研究意义	1
第二节 研究问题与概念界定	7
第三节 研究方法	9
第四节 内容结构与研究流程	10
第五节 研究创新点	13
第二章 文献综述	14
第一节 制度理论的研究	14
第二节 折衷理论的研究	26
第三节 区位投资实证研究	38
第四节 本书的理论模型	50
第三章 研究假设与概念模型	52
第一节 制度因素的影响	52
第二节 经济因素的影响	60
第三节 制度和经济因素	70
第四节 本书的概念模型	76
第五节 本章小结	77

第四章	研究设计与方法	78
第一节	样本和数据收集	78
第二节	变量及相关测量	82
第三节	本书的检验模型	94
第五章	数据分析与结果	96
第一节	样本特征	96
第二节	描述性统计和相关性分析	99
第三节	主效应和交互效应检验	102
第四节	回归模型的稳健性检验	110
第五节	本章小结	111
第六章	研究结果讨论及建议	113
第一节	假设检验结果的讨论	113
第二节	管理启示及政策建议	118
第七章	结论	128
第一节	本书基本结论	128
第二节	研究局限和未来研究方向	131
参考文献		134
致谢		161

图表目录

图 1-1	本书的研究流程	12
图 2-1	本书的理论模型图	51
图 3-1	本书的概念模型图	76
表 1-1	制度合法性与经济效率	8
表 2-1	制度的三大系统	16
表 2-2	制度理论相关实证研究	25
表 2-3	折衷理论的组成部分	28
表 2-4	区位投资的经济效率动因	37
表 2-5	经济效率动因的实证文献	46
表 3-1	本书的研究假设列表	77
表 4-1	投资的区位样本列表	81
表 4-2	变量主成分的特征值	84
表 4-3	第一特征向量	84
表 4-4	KMO 检验和 SMC 检验	85
表 4-5	反映像相关矩阵检验	85
表 4-6	本书的研究变量列表	93
表 5-1	样本行业特征分布	97
表 5-2	样本地点特征分布	98
表 5-3	样本描述性统计分析	99
表 5-4	研究变量相关性分析	100
表 5-5	研究变量的 VIF 检验	101
表 5-6	假设检验的回归结果	103
表 5-7	稳健性检验回归结果	105
表 5-8	假设检验的结果列表	111

第一章 绪论

曾几何时，境外投资似乎是发达国家跨国公司的专利，但随着中国经济的发展，中国跨国公司开始崭露头角。回首走出国门短暂却激情澎湃的峥嵘岁月，既有成功的故事，也有深刻的教训。跨国公司研究领域最初的核心问题重新返回到人们的视线中，只不过这次被关注的对象变成了新兴的中国跨国公司（Cantwell, 2009；Bhaumik & Co, 2011）。今天的外部环境在变，跨国公司也在变，区位投资的影响因素不可能一成不变。中国跨国公司与发达国家跨国公司之间存在的共性和差异，在区位投资问题上都会集中体现。

中国上市公司是中国公司中发展最先进的代表，其地位和重要性非常突出，一直处于改革开放的前沿阵地，不断增强核心竞争力和持续盈利能力，逐步走向世界舞台（凌文，2012）。作为从事境外投资的特殊群体，中国上市公司与更广大的普通中国公司在投资上的异同，也值得重视。本书将专门研究中国上市公司的境外区位投资，分析论证上市公司投资决策时需要考虑的不同影响因素，细分影响因素来源于哪一个层面，其作用归属于哪一种机制，综合判断得出不同机制、不同层面因素的作用效果。



第一节 选题背景与研究意义

一、现实背景

中国资本市场的发展增强了上市公司参与全球竞争的实力和勇气，

通过境外投资有助于上市公司从全球范围内获取战略资源，在国际生产合作体系中逐步掌握主动权。然而，与发达国家跨国公司相比，中国跨国公司是后发型跨国公司，面临的国际竞争环境发生着深刻变化，往往不是在稳定相似的市场环境中进行经营。当中国跨国公司进入制度迥异的东道国市场时，相同的资源和能力却会对投资产生不同的影响。为了能够生存和发展，公司需要得到社会的接受和认可，按照制度要求提供社会所期望的和适当的行为（蓝海林等，2010）。

1. 技术环境和制度环境

公司所处的环境大致可分为两种：技术环境和制度环境（Meyer & Rowan, 1977）。经济技术环境要求公司理性地完成技术性活动，优化配置资源，尽最大努力追求经济效率。很长一段时间，我国工业产业结构以从事高能耗、高污染、低技术和低附加值的产品加工制造为主，境外投资是改变落后状况，优化升级产业结构的重要举措。比如说，到技术密集的发达国家收购科研机构 and 知名品牌公司，可以获取高新技术的知识产权，快速建立进入中高端市场的营销渠道；而到资源密集和人力成本较低的发展中国家从事生产和开发，可以获取工业原材料的控制权，逐步转移国内剩余的生产能力。从这个意义上来看，充分利用全球各个国家和地区的区位优势，取人之长，补己之短，有效整合资源，中国跨国公司的发展路径同发达国家跨国公司并无实质性差别。

相对于经济技术环境要求的效率机制，制度环境要求公司满足合法性机制（周雪光，2003）。国内经济体制改革尚处于由计划经济向市场经济转型的阶段，这就决定了中国跨国公司进军海外时的东道国制度性障碍非同一般。国务院国有资产监督管理委员会（以下简称国资委）提出培育具有国际竞争力的世界一流企业（王勇，2010），政府支持国有公司积极开展海外业务，提升国际市场份额（Young, Huang & McDermott, 1996）。目标已经明确，但实施起来需要克服的困难很多。境外投资能否成功在很大程度上与东道国政府的态度有关，国有公司遇到的东道国政

治阻力不小，因歧视性限制形成的制度风险给投资项目带来很大的不确定性。在各种障碍面前，中国公司若想在国际舞台上谱写绚丽的华章，只能迎难而上，激流勇进，高度重视和研究东道国的政策法规，分析两国的文化差距和历史渊源，在区位投资的决策中尽量规避东道国的制度风险。

2. 宏观因素和公司因素

总体来看，宏观经济形势和政策影响中国公司的对外投资决策，国内外有四个重大标志性事件共同推进了中国公司的对外投资步伐，分别为：1978年中国开始实行对外开放政策，拉开了中国公司境外投资的序幕；1997年亚洲金融危机突然爆发，为中国公司在亚洲地区拓展投资业务提供了机遇；2001年中国正式加入世界贸易组织，使中国公司真正进入全球化竞争时代；2008年美国次贷危机引发全球金融危机，在某种程度上给中国公司投资欧美等发达国家和地区带来了前所未有的历史契机。有的公司很早就抓住了这些机遇，有的公司在行动上却显得有些缓慢。其实无论速度快慢，公司国际化发展的关键还在于做到稳健，尽可能少走弯路，不走错路。

境外投资的主体是公司，国际化发展还受到公司层面因素的制约和支持。以发达国家跨国公司的并购史为例，五次并购浪潮中的公司特点各不相同：第一次是“小吃小”的横向扩张；第二次是“大吃小”的纵向整合；第三次是“大吃大”的混合并购；第四次开始出现灵活多变“以小博大”的杠杆收购；第五次发展为“强强联合”的战略并购，强调并购对核心竞争力的提升。发达国家跨国公司经历这些过程用了将近半个世纪，反观中国跨国公司，实施的是追赶型跨越式发展战略，“三步并作两步走”，不同类型的投资策略都可能被采用，发达国家跨国公司在不同时期的特点在中国跨国公司身上都能找到，公司规模问题变得复杂化，是否是“大鱼吃小鱼”成了疑问。

二、理论背景

理论来自实践又指导实践。从 20 世纪 60 年代起，发达国家跨国公司的境外投资出现了第一次高潮，国际化研究的奠基性理论相继产生，代表性的有美国经济学家海默提出的垄断优势理论，英国经济学家巴克利和卡森提出的内部化理论等。后来，英国经济学家邓宁博采众家之长，将以往学者的理论和他本人总结的区位优势理论综合起来，形成比较完善的理论框架——折衷理论（Eclectic Paradigm），又称为“OLI（Ownership - Location - Internalization）框架”，适用性得到了广泛认可，成为跨国公司研究的主流范式。

折衷理论最早以发达国家跨国公司作为研究对象，对“从发达国家到发达国家”和“从发达国家到发展中国家”的投资有较强的解释力。但植根于发达国家公司的研究成果有些适用于发展中国家跨国公司，有些却可能不适用。21 世纪前后，以中国为代表的发展中国家跨国公司开始涌现，“从发展中国家到发达国家”和“从发展中国家到发展中国家”的投资案例增多，客观存在的现象需要得到理论上的解释。折衷理论面临诸多考验，原有的“OLI 框架”显然没有包罗万象，能否与时俱进成为讨论的热点。

学界大致形成了两派观点：一派坚持维护传统理论，认为只要对折衷理论进行修补改进，仍然是解释发展中国家跨国公司的适用框架，代表人物主要是折衷理论的提出者邓宁等；另一派否定传统理论的广泛适用性，认为对发展中国家跨国公司的有效解释需要构建新兴理论，代表人物主要是专门研究发展中国家情况的一些学者。表面看来两派观点针锋相对，但细究理论根据，可以发现又有一些相似之处。本书的研究出发点不否定折衷理论，也不是要修改折衷理论，只是不局限于其分析框架，同时借用传统和创新理论的观点，从中国跨国公司满足制度要求和追求经济效率两方面进行分析，用一种综合的视角研究中国跨国公司的